

九号公司 (689009.SH)

全球智能短交通龙头起航

全球智能短交通龙头。公司成立至今10年时间，期间快速成长，21年收入规模近百亿，为全球智能短交通龙头。2015年公司收购全球平衡车鼻祖 Segway 赛格威，在技术积累、品牌效应和渠道体系等能力实现跃升，顺利推进全球化布局。公司业务模式为自有品牌(Ninbot 九号&Segway 赛格威)+小米 ODM (21年收入占比 30%+)。现阶段公司围绕核心技术不断拓展业务边界，产品矩阵包括原有业务电动平衡车&滑板车(21年收入占比 70%)，以及新兴业务电动两轮车&踏板车、服务机器人等。

亮点一：技术&品牌为核心优势，公司业务边界持续拓展。研发优势：具备科技创新基因，研发转化能力强劲。创始团队专业能力强，且重视研发投入和核心团队激励。目前公司基于核心移动避障、数据能力，已将业务拓展至两轮车、全地形车、割草机等多个领域，并快速起量。**品牌优势：**收购 Segway 优质资产，国内外业务扩张顺利。自有品牌的 Ninebot 九号、Segway 赛格威(收购)分别面向国内/海外市场。Segway 海外品牌势能强，终端出货口径看公司实际外销预计高于报表境外营收(21年境外收入 44 亿元，占比 48.6%)。小米 ODM 业务受宏观消费环境疲软叠加国内疫情管控影响，22H1 同比下滑近 60%。

亮点二：原有业务稳健+新兴业务放量，收入快速增长。1) 原有业务：电动平衡车不具备路权，市场需求预计低速增长；电动平衡车主销海外，为自行车的有力替代，预计短期景气仍高。2) 新兴业务：公司凭借产品智能性&定位高端，差异化切入电动两轮车等领域。目前公司两轮车受益于行业格局优化+产品结构提升，叠加公司积极布局渠道(22H1 线下门店 2400 家)，收入快速增长(22H1 +81%至 9.3 亿元)。静态测算下，九号两轮车稳态销量较 21 年水平仍有近 5 倍空间。

亮点三：产品结构优化 + 规模效应放量，盈利能力有望改善。公司 22Q2 毛利率为 26.7%，同比、环比+0.4pct/+4.7pct；净利率 7.5%，同比、环比基本持平/+5.5pcts。展望 22H2，我们认为公司盈利能力有望改善，主要系 1) 盈利能力更强的自主品牌收入占比提升，叠加两轮车高端新品及高客单价的割草机产品放量，预计将结构性提升公司盈利能力，2) 同时新业务(电动两轮车、全地形车)放量有望实现规模效应带动成本端降本。

盈利预测与投资建议。预计公司 2022~2024 年归母净利润为 6.88/9.73/12.73 亿元，同增 67.5%/41.4%/30.8%。综合来看，我们认为公司具备龙头溢价，持续拓新打开成长空间，其 2022 年合理市值为 413 亿元，对应 PE 60 倍左右。首次覆盖，予以“增持”评级。

风险提示：宏观消费环境疲软、推新不及预期、行业竞争格局恶化。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,003	9,146	11,413	15,204	19,515
增长率 yoy (%)	30.9	52.4	24.8	33.2	28.4
归母净利润(百万元)	73	411	688	973	1,273
增长率 yoy (%)	-116.2	458.9	67.5	41.4	30.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.10	0.58	0.97	1.37	1.79
净资产收益率(%)	2.0	9.5	13.8	16.3	17.6
P/E(倍)	443.5	79.4	47.4	33.5	25.6
P/B(倍)	8.8	7.6	6.6	5.5	4.5

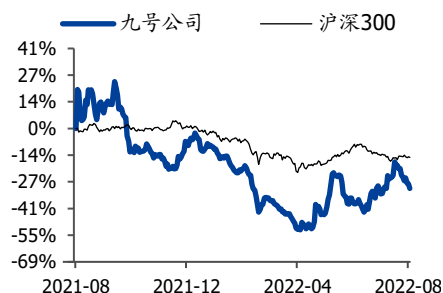
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	小家电
8月24日收盘价(元)	45.80
总市值(百万元)	32586.88
总股本(百万股)	71.15
其中自由流通股(%)	71.52
30日日均成交量(百万股)	3.84

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

分析师 丁逸朦

执业证书编号: S0680521120002

邮箱: dingyimeng@gszq.com

分析师 杨凡仪

执业证书编号: S0680522070008

邮箱: yangfanyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5364	6127	8139	10051	11960
现金	2198	1726	3645	3351	4879
应收票据及应收账款	757	771	1135	1404	1855
其他应收款	39	34	57	64	92
预付账款	76	183	141	291	263
存货	1345	2383	2130	3912	3841
其他流动资产	947	1030	1030	1030	1030
非流动资产	1194	1546	1639	1772	1962
长期投资	9	14	18	23	27
固定资产	489	589	643	758	908
无形资产	360	339	370	359	352
其他非流动资产	335	604	608	633	676
资产总计	6558	7672	9778	11823	13923
流动负债	2711	3152	3764	4810	5629
短期借款	318	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1727	1941	2499	3444	4181
其他流动负债	666	1212	1265	1366	1448
非流动负债	150	247	346	378	394
长期借款	0	21	120	152	168
其他非流动负债	150	226	226	226	226
负债合计	2861	3400	4110	5189	6023
少数股东权益	0	-2	-6	-12	-20
股本	0	0	712	712	712
资本公积	7406	7579	7579	7579	7579
留存收益	-3482	-3071	-2388	-1421	-156
归属母公司股东权益	3697	4275	5674	6647	7920
负债和股东权益	6558	7672	9778	11823	13923

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	896	-161	1201	-127	1752
净利润	73	408	684	967	1265
折旧摊销	84	121	115	136	158
财务费用	72	99	-112	-24	-60
投资损失	-15	-90	-21	-25	-29
营运资金变动	422	-822	516	-1176	423
其他经营现金流	259	122	20	-5	-5
投资活动现金流	-1108	-8	-208	-239	-315
资本支出	324	266	89	129	186
长期投资	-802	159	-5	-5	-5
其他投资现金流	-1586	417	-123	-115	-134
筹资活动现金流	1454	-304	926	72	91
短期借款	218	-318	0	0	0
长期借款	0	21	99	32	16
普通股增加	0	0	711	0	0
资本公积增加	1540	173	0	0	0
其他筹资现金流	-304	-180	116	40	75
现金净增加额	1207	-510	1919	-295	1528

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6003	9146	11413	15204	19515
营业成本	4341	7022	8500	11378	14600
营业税金及附加	34	36	46	66	117
营业费用	448	592	816	999	1268
管理费用	478	520	673	848	1073
研发费用	462	504	639	836	1073
财务费用	72	99	-112	-24	-60
资产减值损失	-35	-51	-64	-85	-109
其他收益	10	17	0	0	0
公允价值变动收益	8	53	-20	5	5
投资净收益	15	90	21	25	29
资产处置收益	-1	42	0	0	0
营业利润	145	511	916	1215	1586
营业外收入	16	9	10	10	11
营业外支出	9	20	14	17	16
利润总额	152	500	911	1208	1581
所得税	79	92	228	242	316
净利润	73	408	684	967	1265
少数股东损益	0	-3	-4	-6	-8
归属母公司净利润	73	411	688	973	1273
EBITDA	190	570	948	1244	1621
EPS (元/股)	0.10	0.58	0.97	1.37	1.79

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	30.9	52.4	24.8	33.2	28.4
营业利润 (%)	136.5	251.5	79.4	32.7	30.5
归属母公司净利润 (%)	-116.2	458.9	67.5	41.4	30.8
获利能力					
毛利率 (%)	27.7	23.2	25.5	25.2	25.2
净利率 (%)	1.2	4.5	6.0	6.4	6.5
ROE (%)	2.0	9.5	13.8	16.3	17.6
ROIC (%)	1.3	8.3	12.0	14.2	15.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.6	44.3	42.0	43.9	43.3
净负债比率 (%)	-49.6	-36.7	-68.3	-51.4	-63.2
流动比率	2.0	1.9	2.2	2.1	2.1
速动比率	1.4	1.0	1.4	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	11.3	12.0	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.10	0.58	0.97	1.37	1.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.26	-0.23	1.69	-0.18	2.46
每股净资产 (最新摊薄)	5.20	6.01	6.97	8.34	10.13
估值比率					
P/E	443.5	79.4	47.4	33.5	25.6
P/B	8.8	7.6	6.6	5.5	4.5
EV/EBITDA	157.6	53.3	30.2	23.3	16.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价

内容目录

1. 九号公司：全球智能短交通龙头，业务边界持续拓展.....	5
1.1 发展历程：快速成长的全球智能短交通龙头，业务边界持续拓展.....	5
1.2 股权结构：公司控制权集中，重视核心团队激励.....	6
1.3 业务结构：电动平衡车&滑板车贡献主要营收，外销占比高.....	8
1.4 财务情况：2020 年起轻装上阵，盈利能力具备提升空间.....	9
2. 亮点一：技术&品牌为核心优势，公司业务边界持续拓展.....	10
2.1 研发优势：具备科技创新基因，研发转化能力强劲.....	10
2.2 品牌优势：收购 Segway 优质资产，全球化布局顺利推进.....	12
3. 亮点二：原有业务稳健+新兴业务放量，收入快速增长.....	12
3.1 原有业务：电动平衡车稳健，电动滑板车景气仍佳.....	12
3.1.1 电动平衡车：偏娱乐属性，预计需求平稳增长.....	12
3.1.2 电动滑板车：代步属性更强，行业短期景气度仍佳.....	14
3.2 新兴业务：电动两轮车空间广阔，全地形车、割草机贡献营收增量.....	16
3.2.1 电动两轮车：有望构筑公司第二曲线，销量空间广阔.....	16
3.2.3 服务机器人 - 割草机：海外需求偏刚性，智能化产品有望放量.....	17
3.2.2 其他产品 - 全地形车：高端产品&小众人群，公司份额有望提升.....	18
4. 亮点三：产品结构优化 + 规模效应放量，下半年盈利能力有望改善.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程一览.....	5
图表 2：2018 年-2022H1 九号公司各品类营收占比情况（亿元）.....	6
图表 3：2018 年-2022H1 九号公司海内外营收占比情况（亿元）.....	6
图表 4：九号公司股权结构.....	7
图表 5：公司历次股权激励情况一览.....	7
图表 6：九号公司业务集成图.....	8
图表 7：2018 年-2022H1 公司营业收入（亿元）及增速（%）.....	9
图表 8：2018 年-2022H1 公司归母净利润（亿元）及增速（%）.....	9
图表 9：2018 年-2022H1 公司期间费率（%）.....	9
图表 10：2018 年-2022H1 公司毛利率及净利率（%）.....	9
图表 11：2018 年-2022H1 公司营运能力（天）.....	10
图表 12：2018 年-2022H1 公司经营性现金流量情况（亿元；%）.....	10
图表 13：公司高管背景一览.....	11
图表 14：2021 年九号公司专利申请&获得情况一览.....	11
图表 15：2018 年-2021 年公司研发投入（亿元；%）.....	11
图表 16：九号平衡车产品一览.....	13
图表 17：预计全球电动平衡车需求增长平缓（亿美元；%）.....	13
图表 18：电动平衡车以休闲娱乐为主，功能属性较弱，行业集中度低，九号公司为行业龙头，2020 年份额仅 8.6%.....	13
图表 19：电动滑板车代步工具属性较强，需求快速增长，欧美为主要消费市场.....	14
图表 20：Amazon 显示，九号公司的 Segway 电动滑板车被标注为官方优选，且多产品的用户评分均较高.....	15

图表 21: 海外头部共享出行品牌商财务情况 (百万美元; %)	15
图表 22: 国内电动两轮车市场发展成熟, 市场饱和度较高 (万辆; %)	16
图表 23: 2016-2021 年国内电动两轮车竞争格局 (%)	16
图表 24: 全球园林电动工具市场维持稳步增长 (亿美元)	17
图表 25: 北美和欧洲为园林电动工具主要销售区域 (十亿美元)	17
图表 26: 2007-2020 年美国人均单位草坪年支出较高 (美元)	18
图表 27: 42% 的园艺爱好者在疫情期间增加了园艺工作时间 (%)	18
图表 28: 全球园林电动工具竞争格局 (%)	18
图表 29: 九号公司割草机器人 Segway Navimow 一览	18
图表 30: 2005-2021 年全球全地形车销量 (万辆)	19
图表 31: 2014-2021 年中国全地形车出口数量及增长情况 (万辆; %)	19
图表 32: 公司全地形车一览	19
图表 33: 公司电动两轮车一览, 新推出的 Mmax 和 F 系列均为更高端新品, 预计销售后优结构化盈利能力	20
图表 34: 九号公司营收预测 (百万元; %)	23
图表 35: 公司期间费率预测 (%)	23
图表 36: 九号公司 PE/PB Band (截至 2022 年 8 月 15 日)	24
图表 37: 可比公司 Wind 一致预期 PE 估值 (截至 2022 年 8 月 23 日)	24

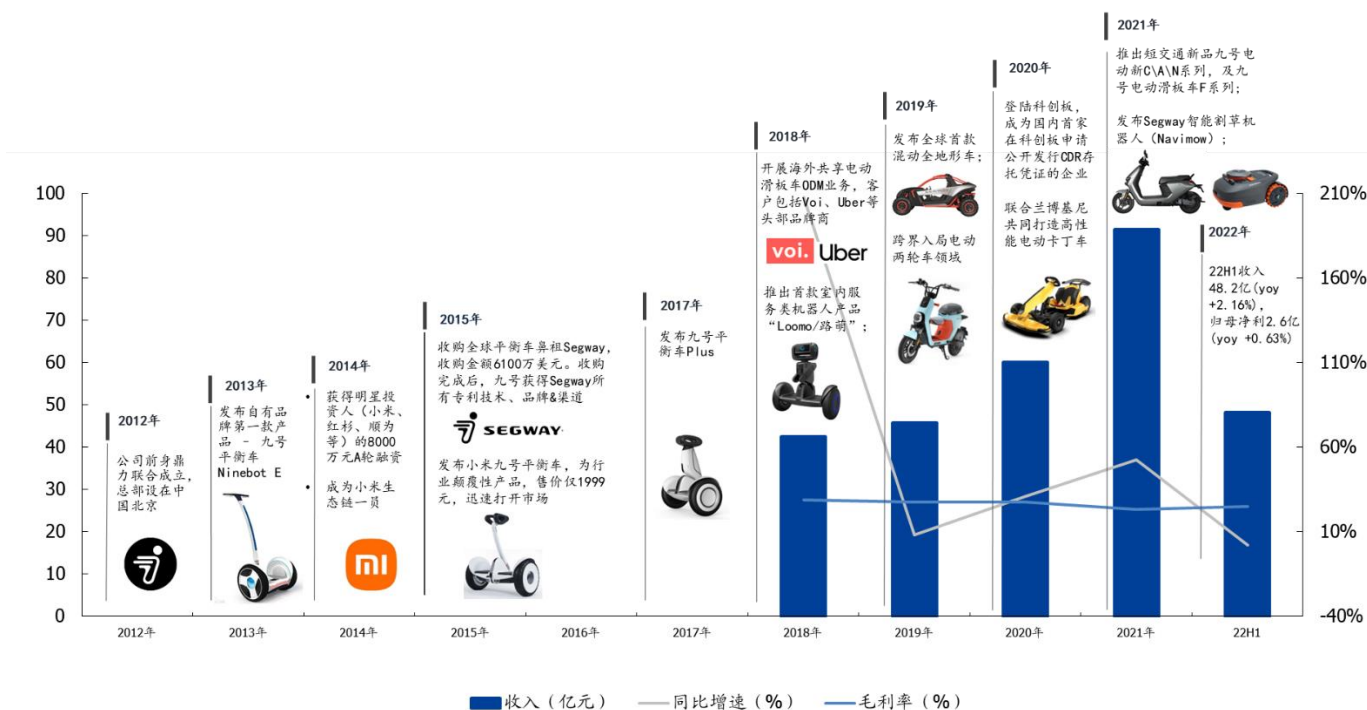
1. 九号公司：全球智能短交通龙头，业务边界持续拓展

九号公司成立于2012年，至今10年时间，已成长为收入规模近百亿的全球智能短交通龙头。2015年，公司收购全球平衡车鼻祖 Segway 赛格威，在技术积累、品牌效应和渠道体系等能力实现跃升，顺利推进全球化布局。目前，公司主业为电动平衡车&滑板车产品，2021年该系列产品收入体量为64.05亿元，营收占比为70.0%。2019年起，公司开始布局电动两轮车和服务机器人领域，目前已经形成电动平衡车&电动滑板车系列、电动两轮车&电踏车系列、智能服务机器人和其他产品（全地形车等）四大产品矩阵。

1.1 发展历程：快速成长的全球智能短交通龙头，业务边界持续拓展

公司发展历程可根据业务和区域拓展情况分为三个阶段：

图表1：公司发展历程一览



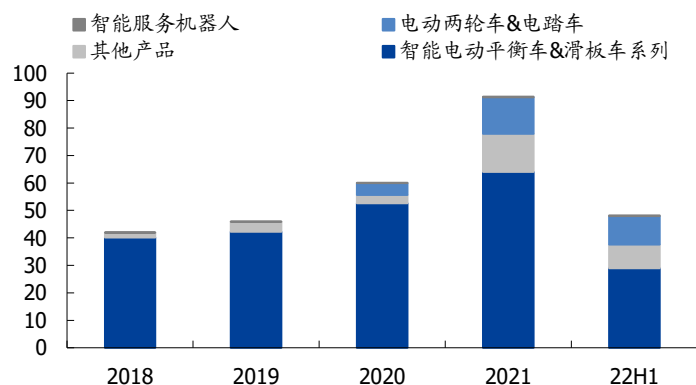
资料来源：公司招股书，Wind，百度图片，公司官网，国盛证券研究所

第一阶段（2012年-2014年）：专注智能平衡车业务，入局小米生态链加速成长。2012年公司前身鼎力联合成立，聚焦以两轮为主的短途交通领域，并在成立第二年推出智能电动双轮平衡车 Ninebot E。2014年，公司获得小米、红杉、顺为、华山等明星资本 8000 万美元的 A 轮融资，并正式成为小米生态链的一员，成长加速。

第二阶段（2015年-2019年）：收购世界平衡车鼻祖“Segway”，成为全球平衡车龙头。2015年，九号公司全资收购全球平衡车鼻祖 Segway，收购金额约 6100 万美元。完成收购后，九号公司获得 Segway 专利、品牌和渠道，成为全球平衡车龙头。同年，九号推出小米九号平衡车，颠覆性将价格降至仅 1999 元（据 36 氪出海，此前 Segway 平衡车均价在万元人民币以上），产品迅速放量。2018年，海外共享电动滑板车市场兴起，公司布局其共享 ODM 产品，客户包括 Lyft、Voi 等头部共享出行品牌商客户，该业务带动公司收入快速增长。2019年，电动平衡车&滑板车系列收入占比总营收 92.17%。

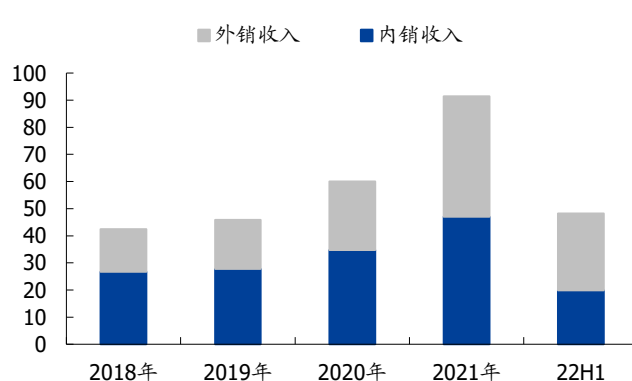
第三阶段（2020 年-至今）：科创板上市，业务边界不断拓展。2019 年 12 月底，公司正式进入已经相对成熟的两轮电动车领域，发布九号智能电动车产品，该系列产品配备 Ninebot RideyGo 即停即走系统、智能并联/快充技术、三重定位等创新型功能，凭借着差异化的科技创新优势，在上市首年就完成了 10 万余台的产品销量。2020 年，公司电动两轮车&电踏车销售收入 4.32 亿元，占比公司总营收 7.2%，2021 年两轮车业务营收占比提升至 14.6%。此后，公司围绕核心移动能力、避障识别和在线数据等能力不断拓展业务边界，目前已形成电动平衡车&电动滑板车、电动两轮车&电踏车、服务机器人（室内配送、室外割草机等）、其他产品（全地形车等）四大产品矩阵。

图表 2：2018 年-2022H1 九号公司各品类营收占比情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：2018 年-2022H1 九号公司海内外营收占比情况（亿元）



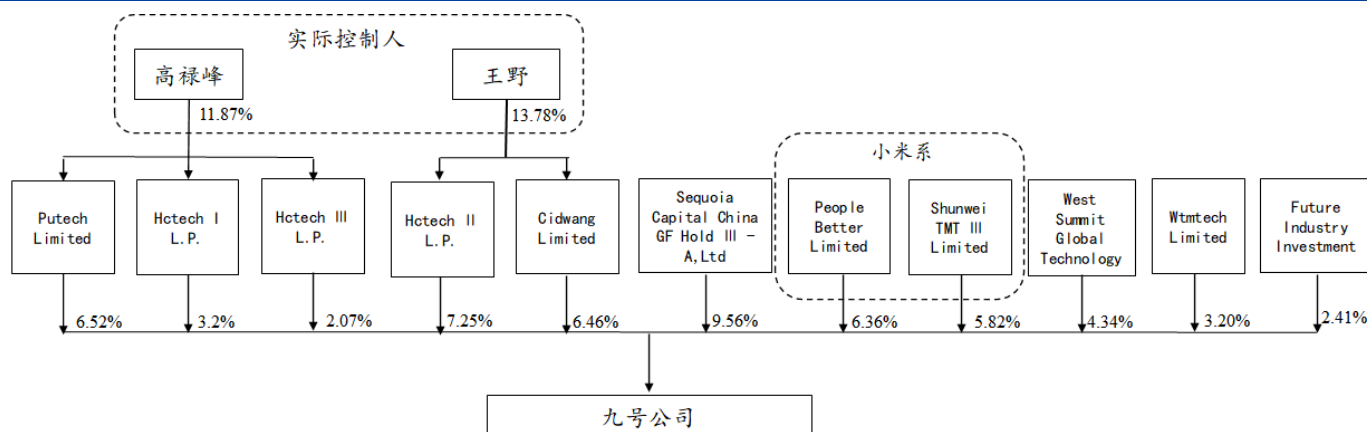
资料来源：Wind，国盛证券研究所

进入第三阶段后，公司业务结构逐渐多元化。分产品看，尽管电动平衡车&滑板车贡献主要营收，但新业务快速放量。2021 年电动平衡车&滑板车实现营收 64.05 亿元（yoy +21.7%），占比总营收 70.0%；电动两轮车&电踏车实现营收 13.34 亿元，同比高增 208.8%，分区域看，公司新品迭代+Segway 品牌效应带动海外业务快速增长，外销占比不断扩大。以客户所在地划分口径，2021 年外销收入实现 44.46 亿元，同增 76.0%，营收占比提高至 48.6%。若考虑终端用户所在地，预计公司实际外销比例更高。

1.2 股权结构：公司控制权集中，重视核心团队激励

AB 股制度下实控人合计控制公司 63%投票权，公司控制权高度集中。为增强公司股权稳定性和表决权集中度，九号公司实行 AB 股制度，其中 A 类和 B 类普通股分别对应 1 票/5 票投票权。目前仅两位联合创始人高禄峰（现任公司董事长）、王野（现任公司 CEO）先生持 B 类股票，其他投资者持 A 类股票。公司联合创始人高禄峰与王野先生为一致行动人，截至 2022 年 6 月 30 日，高禄峰、王野合计控制公司 63.14%的投票权，公司控制权高度集中。

图表4：九号公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权激励重视核心人才，共享公司发展红利。九号公司在上市前，多次推出期权计划绑定核心人员利益。2021年7月，公司上市后首次推出限制性股票激励计划，首次授予的激励对象总人数为150人，占公司员工总数2587人的5.80%，激励计划的行权价格和行权条件均较低，给予公司核心员工较大幅度让利，有利于形成较为完善的员工激励约束机制，稳定企业核心技术人员和管理层，形成企业利益共同体，共享企业发展红利。

图表5：公司历次股权激励情况一览

推出时间	激励对象	激励计划核心内容
2015年1月	公司高管、工作满一定年限的员工	激励方式： 向公司高管、员工授予股票期权，基于不同的安排股票期权的等待期为四年或五年； 行权条件： 基于不同的安排股票期权的等待期为四年或五年，自授予日起员工每任职满一年将有25%（四年等待期）或20%（五年等待期）的股票期权达到可行权条件； 行权价格： 1.00美元/股-10.00美元/股； 激励对象人数： 168人。
2019年3月	高禄峰、王野、公司高管和员工	激励方式： 向创始人高禄峰、王野以及公司高管、员工发行受限B类普通股。创始人继续任职每满一年公司的回购权减少20%，任职满5年或公司及公司任一子公司上市成功，公司不再拥有回购权；员工继续任职每满一年公司回购权减少25%，任职满4年，公司不再拥有回购权。 发行价格： 1.00美元/股； 激励对象人数： 15人。
2019年4月	高禄峰、王野	激励方式： 向创始人高禄峰、王野授予分别可认购33.14万股B类普通股的股票期权； 行权条件： 公司上市成功； 行权价格： 0.0001美元/股； 激励对象人数： 2人。
2021年7月	关键业务人员、董事会认为需要激励的其他员工	激励方式： 向激励对象授予36.48万股限制性股票对应的364.81万份存托凭证，占公司总依托凭证的0.52%； 业绩考核目标： 1）关键业务人员：2024-2026年，营收分别达到80/89/97亿元，25-26年同增11.25%/8.99%；2）其他人员：2023-2025年，营收分别达到73/80/89亿元，24-25年同增9.59%/11.25%； 授予价格： 10元/份（关键业务人员）；18.94元/份（其他员工）； 激励对象人数： 177人。
2022年7月	高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他员工	激励方式： 向激励对象授予71.57万股限制性股票对应的715.67万份存托凭证，占公司总依托凭证的1.01%； 业绩考核目标： 2022-2026年，营收分别达到100/110/120/130/140亿元，同增9.34%/10.00%/9.09%/8.33%/7.69%，CAGR5为8.89%； 授予价格： 23元/份； 激励对象人数： 332人。

资料来源：公司招股书，公司公告，国盛证券研究所

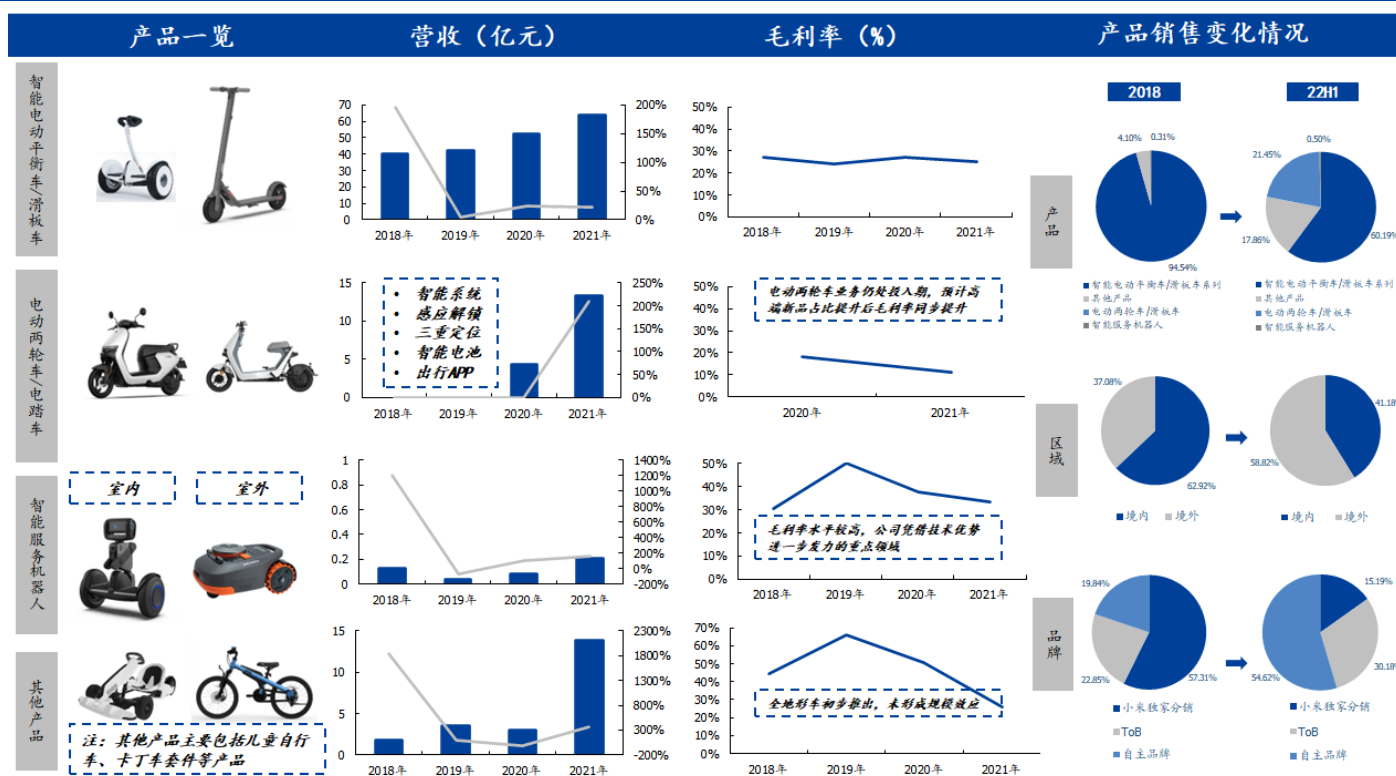
1.3 业务结构：电动平衡车&滑板车贡献主要营收，外销占比高

产品来看，电动平衡车&电动滑板车贡献主要营收，新业务电动两轮车&电踏车、服务机器人等快速增长。2018-2021年，电动平衡车&电动滑板车系列营收持续增长，CAGR3为16.84%，期间，营收占比分别为95.6%/92.2%/87.7%/70.0%，呈逐年下降趋势，但仍贡献公司主要营收。2019年，公司入局电动两轮车市场，凭借其创新型智能化产品，产品快速放量，2021年，电动两轮车&电踏车收入13.34亿元，同增208.8%，营收占比快速提升至14.6%；此外，公司在服务机器人领域亦持续布局，相继推出配送机器人、割草机器人等。2021年，公司服务类机器人营收2129万元，同比增长174.7%。

品牌来看，自主品牌收入占比增加。公司品牌主要包括两大自有品牌（Ninebot 九号+Segway 赛格威），以及小米ODM代工（主要包括小米米家电动滑板车等）。早期米家代工产品收入为公司营收主要来源，现阶段随着公司产品持续拓展，自主品牌收入增长较快。2021年，公司自主产品的营业收入为43.68亿元，同比增长67.4%，第一大客户小米集团的销额占比为32.29%，同比明显下滑。（2017年小米收入占比为73.8%）

区域来看，2021年海外营收占比近半。九号公司并购Segway后，依托于自身产品拓展及Segway品牌的海外势能，全球化布局加速。2018-2021年，境外主营业务收入CAGR3为41.33%。2021年，境外主营业务收入为44.46亿元，营收占比48.6%。

图表6：九号公司业务集成图

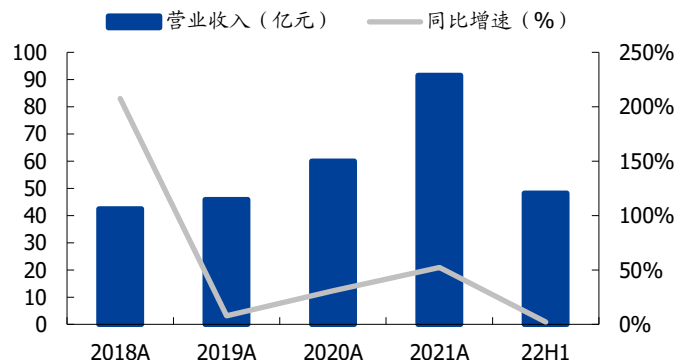


资料来源：公司招股书，公司年报，京东，天猫，国盛证券研究所

1.4 财务情况：2020年起轻装上阵，盈利能力具备提升空间

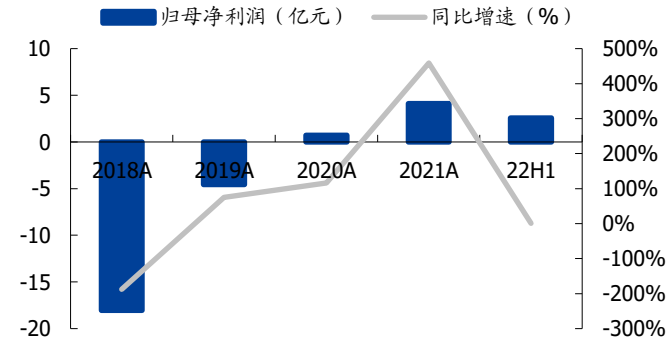
2020年公司开始盈利，2021年起业绩高增。2018-2021年，公司营收CAGR3为29.13%，同期公司归母净利为-18.04/-4.55/0.73/4.11亿元，其中2018、2019年末实现盈利，主要系当期优先股&可转债公允价值变动损益（5.89亿元/23.53亿元）和股份支付费用（816.69万元/9849.10万元）影响。2019年，公司优先股转股完成，不再受到优先股&可转债公允价值变动损益影响，2020年公司归母净利转负为正至0.73亿元。2021年公司营收、业绩高增，同比增长52.4%/458.8%至91.46亿元/4.11亿元。

图表7：2018年-2022H1公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：2018年-2022H1公司归母净利润（亿元）及增速（%）

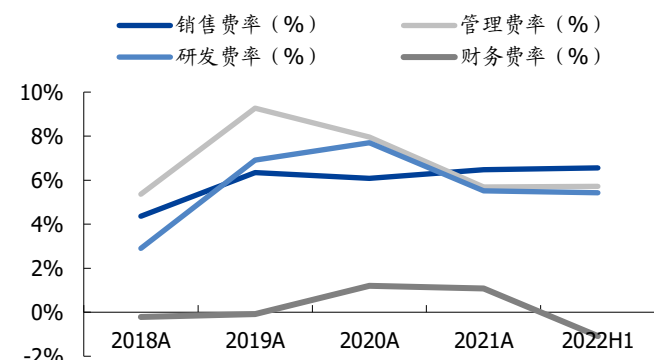


资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司毛利率短期下滑，目前维持在20%+，净利率向好。2019-2021年，公司毛利率为27.42%/27.69%/23.23%，2021年毛利率同比降低主要系：1）新业务仍处投入期。电动两轮车系列建店补贴冲减营收致毛利率同比下降（2021年电动两轮车&电踏车系列毛利率仅11.19%，远低于公司整体毛利率水平）；2）会计准则调整。2021年“运输费用”项目计入营业成本，海运价格上涨影响下外销毛利率短期受损（2021年外销毛利率为27.92%，同比下降25.50pct）。

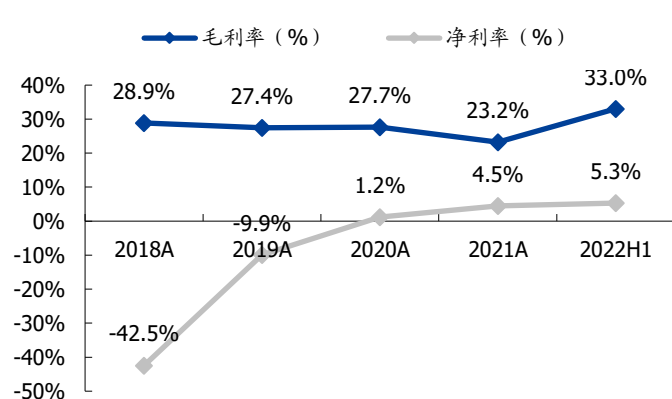
净利率逐年递增，2021年净利率水平约4.5%。2019-2021年，公司净利率为-9.92%/1.22%/4.46%，逐年递增。我们判断，提升原因主要系1）核心产品进一步放量叠加新业务正式投产，规模效应下费用率有所摊薄；2）2020年起股权支付费用减少，销售费率、管理费率等同比下滑。2021年，公司净利率水平为4.46%，销售/管理/研发/财务费率分别为6.48%/5.69%/5.51%/1.09%。

图表9：2018年-2022H1公司期间费率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

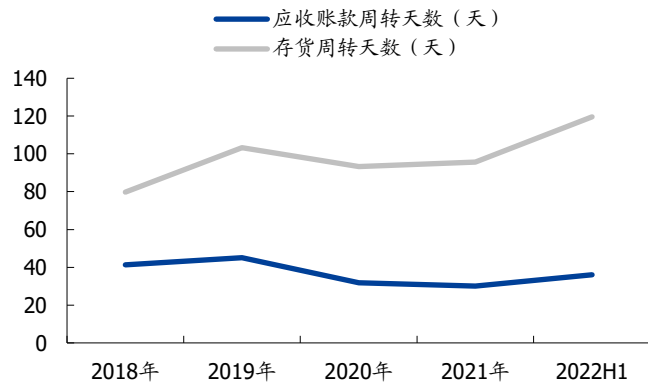
图表10：2018年-2022H1公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

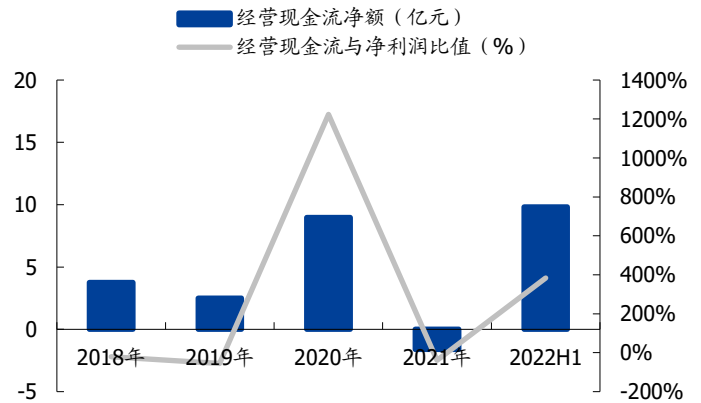
公司营运能力整体良好，经营性现金流短期波动。公司以 To C 销售为主，同时自主品牌分销&ODM 业务均采取先款后货模式，2018 年起，公司应收账款周转天数呈整体下行趋势，维持在较合理范围。存货周转天数于 2022H1 大幅上升至 119 天以上（往年平均水平为 100 天以内），主要系国内疫情反复影响发货节奏。2021 年公司现金流净额出现短期波动，为-1.61 亿元，主要系锁货预付供应商采购款，以及应收出口税增加所致。

图表 11: 2018 年-2022H1 公司营运能力 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2018 年-2022H1 公司经营性现金流量情况 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 亮点一：技术&品牌为核心优势，公司业务边界持续拓展

2.1 研发优势：具备科技创新基因，研发转化能力强劲

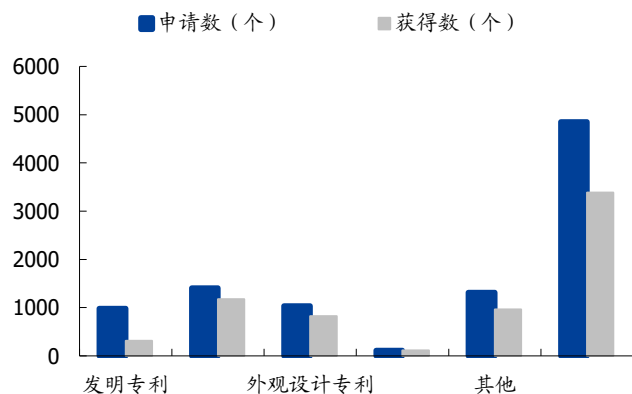
具备科技创新基因，重视研发投入&核心人才。公司技术背景深厚，创始团队均来自背景航空航天大学机械工程&自动化学院，科技创新经验丰富。截至 2021 年末，公司国内已授权专利 1830 项，其中著作权/商标权为 115 件/964 件，海外已授权专利 478 项。此外，公司曾主导或参与 34 项国内外标准的制修订工作，技术水平领先行业。与此同时，公司重视研发投入和核心团队激励。**1) 研发投入：**2021 年，公司的研发投入为 5.04 亿元，CAGR4 为 53.41%，研发费率达 5.51%，为行业较高水平。**2) 团队激励：**截至 2021 年末，公司研发人员 1386 人，占比公司总人数 39.34%。公司上市至今推出多期股权激励，以绑定核心技术人员&管理层和企业利益，共享公司发展红利。

图表 13: 公司高管背景一览

姓名	职位	背景
高禄峰	董事、董事长	2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot，现任本公司董事长兼CEO； 2003年9月-2006年4月，担任北京时代杰诚科技有限公司项目经理； 2006年5月-2008年1月，担任和堂传媒（北京）有限公司高级项目经理； 2008年2月-2008年10月，担任中国金融网运营总监； 2008年11月-2011年12月，担任新索科技（北京）有限公司CEO
王野	董事、CEO	2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot； 2013年1月-2015年2月担任本公司联席CEO，现任本公司董事、总裁； 2006年3月-2010年10月，先后担任北京博创兴智能机器人业务负责人、总经理； 2009年10月至今，出任北京市人工智能学会常务理事； 2016年12月至今，出任全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委（SAC/TC159）委员
陈中元	董事、总裁兼CTO	2011年加入本公司，现任本公司董事、CTO
徐鹏	董事会秘书兼信息披露境内代表	2015年加入本公司，现任本公司董事、高级副总裁、财务总监、董事会秘书兼信息披露境内代表，历任公司副总裁； 2004年7月-2009年12月，先后担任北京信永中和、普华永道会计师事务所审计师； 2010年3月-2012年3月，先后担任北京瑞沃迪国际教育、联想控股财务分析经理
黄琛	高级副总裁	2016年加入本公司，现任本公司高级副总裁及子公司创伟智能执行董事兼总经理，历任公司副总裁； 2002年7月-2008年12月，担任TCL通讯控股有限公司大区销售主管、TCL多媒体东南亚区域总裁助理、拉美区域副总裁； 2008年12月-2014年9月，先后担任中联重科、欧普照明股份有限公司海外区域总监； 2014年9月-2016年4月，担任深圳拓邦股份有限公司智能照明事业部总经理
沈涛	供应链中心副总裁	2013年加入本公司，现任本公司供应链中心副总裁，历任公司生产副总、生产中心副总裁； 2005年3月-2013年6月，先后担任富士康（北京）有限生产组长、河北赛恩电子生产副总、博创兴盛生产经理
张辉	质量中心副总裁	2012年加入本公司，现任本公司质量中心副总裁，历任公司研发经理、子公司总经理、供应链副总裁； 2007年7月-2012年5月，担任北京博创兴盛科技有限公司研发工程师
朱坤	ORV事业部总裁	2018年加入本公司，现任本公司ORV事业部总裁； 1998年4月-2005年6月，历任新大洲本田摩托有限公司检验员、检验主管、技术员、质量主管； 2005年7月-2018年5月，历任春风动力公司技术部经理、新产品项目经理、总经理助理、副总经理等
赵欣	商用出行事业部总经理	2016年加入本公司，现任本公司商用出行事业部总经理，历任公司国际销售总监、欧洲分公司业务副总、产品线高级总监； 2010年3月-2016年3月，担任温岭市钱江进出口有限公司销售经理
张珍源	电动车事业部总经理	2013年加入本公司，现任本公司电动车事业部总经理，历任公司高级结构工程师、研发经理、产品线负责人； 2006年1月-2009年10月，担任信美通精密模具有限公司产品设计工程师； 2010年3月-2013年4月，担任碧思特工业设计有限公司结构工程师

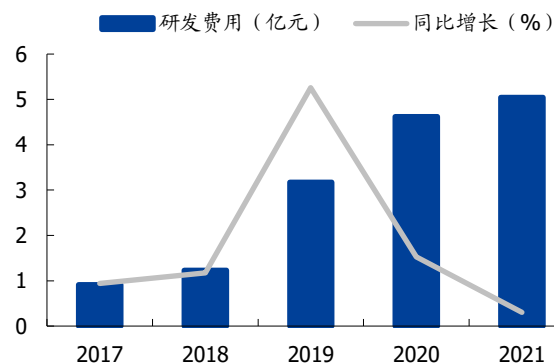
资料来源：公司招股书，公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 2021 年九号公司专利申请&获得情况一览



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 15: 2018 年-2021 年公司研发投入 (亿元; %)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

矩阵化研发组织管理，研发转化能力强劲。为兼顾技术创新的高风险与产品开发的市场化，公司确立了以产品设计开发为主的“产品线/事业部研发组织”（产品线和事业部前台）与前瞻性创新关键技术、创新通用共性技术研究为主的“技术研发中心”（研发中台）相结合的研发体系，技术通用性高。研发组织上，公司实行矩阵化管理，研发部门的日常工作受公司技术管理层垂直领导，垂直领导采用专家治理、集体决策机制。成果来看，公司研发转化能力强劲，截至 22H1，公司围绕移动能力、智能识别、数据化等核心技术拓展，在原有业务电动平衡车&电动滑板车外已延伸至两轮车、全地形车、割草机器人、配送机器人等多个领域，产品智能化优势下，新产品快速放量。

2.2 品牌优势：收购 Segway 优质资产，全球化布局顺利推进

品牌渠道不断拓展，经营稳定性稳步增强。公司业务包括自有品牌（Ninebot 九号 + Segway 赛格威）和小米 ODM 业务。自有品牌来看，Ninebot 九号主要面向国内，Segway 赛格威主要面向海外市场。

Ninebot 九号品牌主要面向国内市场。公司通过九号自有品牌销售电动平衡车和电动滑板车等产品，为国内智能短交通领域龙头。目前，公司新业务电动两轮车在国内也以“九号”品牌推广，凭借产品智能化优势，差异化切入电动两轮车赛道。2021 年/22H1，电动两轮车&电踏车实现收入 13.34/10.34 亿元，同比增长 208.8%/101.6%。

Segway 赛格威品牌主要面向海外市场。2015 年，公司以 6100 万美元的价格全资收购全球平衡车龙头 Segway，其在平衡车技术、全球品牌力、海外渠道布局上均有较深厚积淀。Segway 赛格威为优质资产，2015 年收购完成后，公司获得其技术专利和品牌渠道，海外市场拓展顺利，公司的业务高速发展。此外，2018 年起公司与 Voi、Uber Scooter（Uber）、Lyft Scooter（Lyft）、Spin（Skinny）和 Grin（Encosta）等共享滑板车企业合作，为以上公司 ODM 共享滑板车产品，并在车身上标注“POWERED BY SEGWAY”，进一步强化 Segway 的 C 端品牌效应。2021 年/22H1，公司共享滑板车 ODM 业务实现销售 17.2/13.4 亿元，同比增速超过 30%。

小米 ODM 业务占公司营收比重较高。公司于 2014 年加入小米生态链，为其 ODM 代工电动平衡车&滑板车等产品。截至 2021 年末，小米仍为公司第一大客户，销额规模 29.53 亿元，同比增长 63.5%，占公司营收比重为 32.3%。2022 年来，受宏观消费环境疲软叠加国内疫情管控影响，公司与小米集团关联交易下滑较多，22H1 销额规模 7.32 亿元，同比下滑 59.2%，占公司营收比重减少至 15.2%

3. 亮点二：原有业务稳健+新兴业务放量，收入快速增长

1) 原有业务：电动平衡车不具备路权，市场需求预计低速增长；电动平衡车主销海外，为自行车的有力替代，预计短期景气仍高。20 年行业规模约 12 亿美元，九号平衡车在多国市占率 60%以上。**2) 新兴业务：**公司凭借产品智能性&定位高端，差异化切入电动两轮车、全地形车、割草机等领域。目前公司两轮车受益于行业格局优化+产品结构提升，叠加公司积极布局渠道（22H1 线下门店 2400 家），收入快速增长（22H1 +81%至 9.3 亿元）。静态测算下，九号两轮车稳态销量较 21 年水平仍有近 5 倍空间。

3.1 原有业务：电动平衡车稳健，电动滑板车景气仍佳

3.1.1 电动平衡车：偏娱乐属性，预计需求平稳增长

电动平衡车娱乐属性较强，潜在安全隐患制约产品路权。电动平衡车又名体感车，娱乐属性较强。其工作原理是基于动态平衡理论，依靠身体倾斜来控制平衡车行驶速度&前进方向，娱乐属性较强。平衡车起源于美国，在 2001 年由 Segway 研发出第一台能够实现自主平衡的电动平衡车，但早期因价格高昂（Segway 平衡车售价在上万美金），产品用户群体偏小众。2015 年平衡车需求快速增长，但起火事故等安全问题频现，制约平衡车进一步发展。各国此后均提升产品质量标准，但因考虑到平衡车存在潜在安全隐患，因此平衡车产品在大多数国家不具备路权。现阶段平衡车主要适用于封闭场景中的代步出

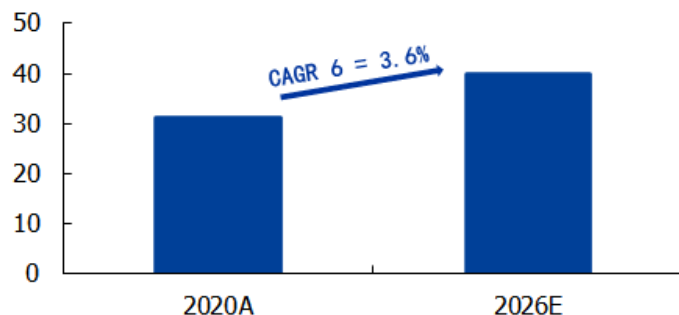
行、安保巡逻等。

图表 16: 九号平衡车产品一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

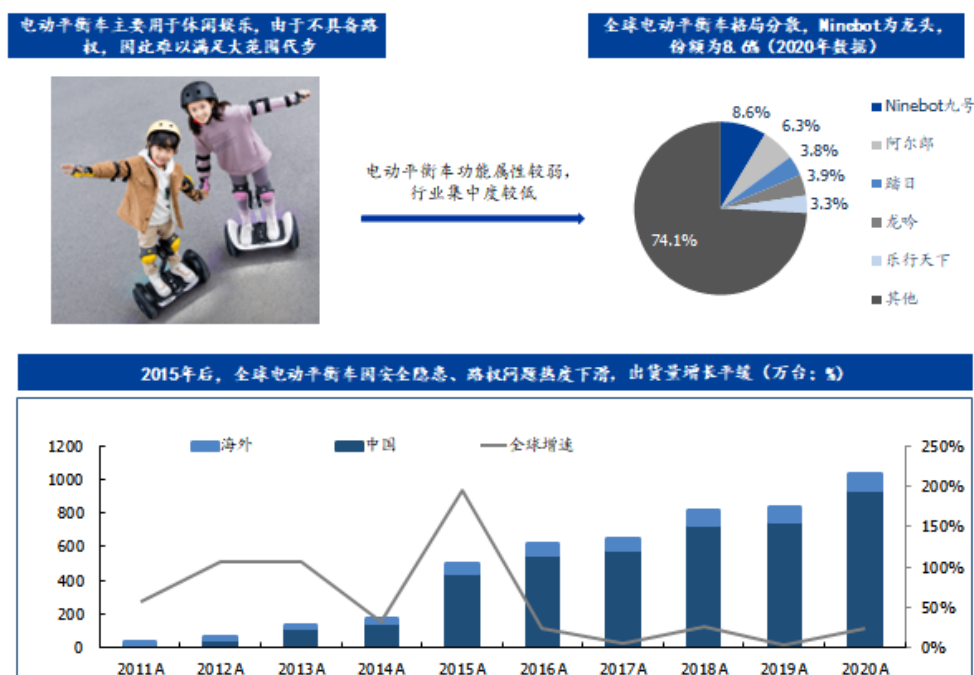
图表 17: 预计全球电动平衡车需求增长平缓 (亿美元; %)



资料来源: 恒州博智, 国盛证券研究所

电动平衡车需求平缓，国内平衡车供给出口略高于内销。需求端看，电动平衡车全球规模增长较为平稳，据恒州博智，2020 年，受益于疫情改变人们出行习惯红利，短途代步工具平衡车产品的全球市场规模达到 31 亿美元，预计 2026 年全球市场规模将达 40 亿美元，CAGR5 为 3.6%。供给端看，中国为全球电动平衡车主要生产国，出口略高于内销。《中国电动平衡车行业发展白皮书（2021）》显示，2021 年，中国为全球电动平衡车主要生产国，生产了全球大约 90% 的电动平衡车，且 60% 左右的产品出口海外市场。据 36 氪出海，2015 年完成收购 Segway 后，九号公司成功将平衡车价格从最初的 3 万元降至 3000 元，销量迅速增长，九号公司跃升为全球电动车领域龙头。行业格局来看，由于电动平衡车娱乐属性强，但功能属性偏弱（无法作为大范围代步工具），行业格局较为分散。2020 年，九号公司作为行业龙头，份额仅 8.6%。

图表 18: 电动平衡车以休闲娱乐为主，功能属性较弱，行业集中度低，九号公司为行业龙头，2020 年份额仅 8.6%

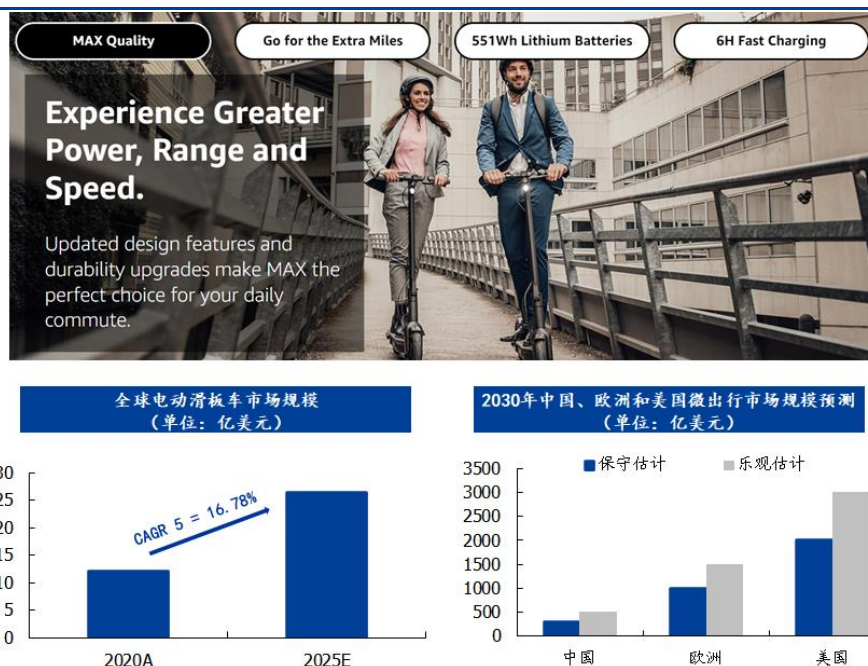


资料来源: 公司官网, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

3.1.2 电动滑板车：代步属性更强，行业短期景气度仍佳

电动滑板车代步工具属性较强，需求快速增长，欧美为主要消费市场。电动滑板车于 1993 年起源于德国，其产品形态是以传统滑板为基础，装配电力套件的短程出行工具。电动滑板车主要适用于 3-5 公里以内的代步，现阶段消费市场以微出行规模较大的欧美地区为主。据前瞻经济学人，美国约 60% 的城市出行单程距离都在 5 英里或以内。据 QYResearch 数据，2020 年全球电动滑板车市场规模达 12.15 亿美元，预计 2025 年将达到 26.39 亿美元，CAGR5 约 16.78%。

图表 19：电动滑板车代步工具属性较强，需求快速增长，欧美为主要消费市场

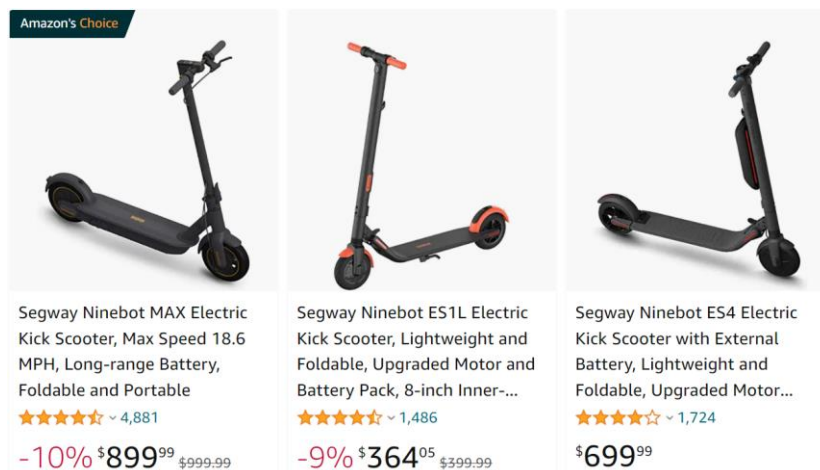


资料来源：公司官网，QYResearch，前瞻经济学人，麦肯锡，国盛证券研究所

替代自行车空间广阔，海外电动滑板车呈现 B 端共享+ C 端零售齐头并进格局。电动滑板车的控制方式与（电动）自行车相似，同时相较于自行车具备小巧便携、环保时尚的优势，更适用于短距离（3-5 公里以内）代步（自行车相对更适合 5-10 公里范围代步）。海外微出行场景广阔，据前瞻经济学人援引麦肯锡数据，保守预测下，欧洲、美国 2030 年微出行市场规模约 1000/2000 亿美元。此背景下海外呈现以共享业务为主的电动滑板车 B 端市场，与面向 C 端的电动滑板车零售业务齐头并进的发展格局。

九号品牌为电动滑板车领域龙头，产品矩阵完善。电动平衡车与电动滑板车技术复用度高，九号公司于 2017 年推出电动平衡车产品，布局较早，并依托于 Segway 品牌顺利打开海外市场。据第一财经援引 GFK 数据，2019 年 1 月至 2020 年 2 月，九号公司电动滑板车产品（包含小米品牌及公司自有品牌）在德国、意大利、西班牙等欧洲主要国家均为市场份额第一，且在这些国家的市占率均在 60% 以上。

图表 20: Amazon 显示, 九号公司的 Segway 电动滑板车被标注为官方优选, 且多产品的用户评分均较高



资料来源: Amazon, 国盛证券研究所

目前公司电动滑板车业务分为三条主线, 1) 海外共享滑板车 ODM: 与 Voi、Lyft Scooter、Uber Scooter 以及 Spin 等海外头部共享业务客户进行合作, 为其 ODM 滑板车产品。该业务目前增速较高 (22Q2 yoy+30%以上), 贡献滑板车业务主要营收 (占比 46.2%); 2) 小米品牌 ODM: 公司较早加入小米生态链, 主要为其 ODM 电动滑板车产品。小米电动滑板车终端销售区域亦聚焦海外市场, 目前受宏观消费环境疲软影响, 终端销售表现不佳致该部分收入有所下滑; 3) 自有品牌: 公司产品矩阵布局完善, 2021 年以来, 九号公司又相继发布多款滑板车产品, 包括电动滑板车 F 系列和九号儿童滑板车 C 系列、赛格威智能电动滑板车 GT 系列、P 系列、九号智能电动滑板车 D 系列, 价格带较宽。

共享电动滑板车于 2018 年爆发, 我们判断短期行业仍稳步增长。1) 待覆盖城市数量仍有提升空间: 美国交通部数据显示 2021 年 8 月具有共享电动滑板车运营系统的城市数量达 110 个 (2018 年爆发期数量为 64 个)。目前仍有部分人口密度高的城市和地区待进一步覆盖。2) 共享电动滑板车品牌商盈利能力或迎好转: 从海外头部共享电动滑板车运营商 Bird 和 Lyft 财务表现看, 现阶段品牌商受疫情扰动影响, 盈利能力短期承压, 但长期景气仍佳。公司半年报显示, 海外共享滑板车 ODM 仍贡献公司电动滑板车业务主要营收, 且整体维持较高增速。22H1 公司电动滑板车业务营收 29.0 亿元 (占比同期总营收约 60.2%), 其中海外共享滑板车 ODM 收入同增 30%以上。

图表 21: 海外头部共享出行品牌商财务情况 (百万美元; %)

公司	单位: 百万美元; %	2020A	2021H1	2021A	2022Q1	2022H1
Bird	净利润(百万美元)	-0.03	-2.04	-196.33	10.35	-300.07
	净利润 yoy	-200.0%	74.4%	-25.3%	105.3%	-2999.2%
	净利率(%)	--	--	-95.71	27.26	-261.75
	毛利率(%)	--	--	19.21	9.01	-8.65
Lyft	净利润(百万美元)	-1,752.86	-679.26	-1,009.36	-196.93	-574.18
	净利润 yoy	-35.39%	-58.95%	-34.44%	80.49%	-191.57%
	净利率(%)	-74.13	-49.44	-31.46	-22.49	-30.77
	毛利率(%)	38.79	44.76	48.59	49.71	41.56

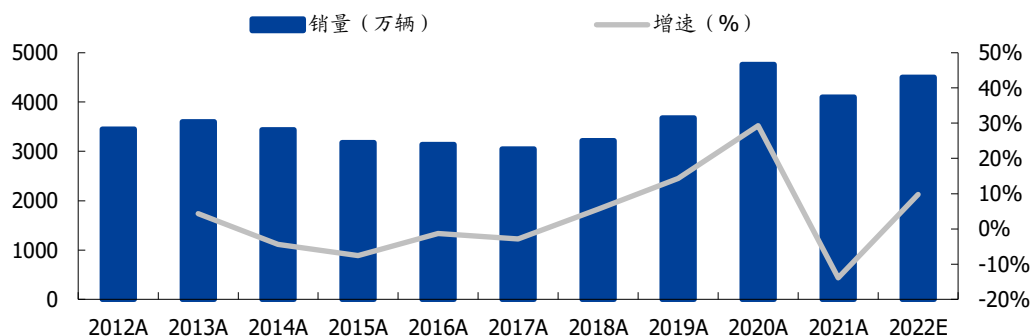
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 新兴业务：电动两轮车空间广阔，全地形车、割草机贡献营收增量

3.2.1 电动两轮车：有望构筑公司第二曲线，销量空间广阔

国内电动两轮车存量市场较大，新国标出台加速行业替换需求。国内电动两轮车市场发展成熟，市场饱和度较高，需求主要为存量替换。据艾瑞咨询，国内电动两轮车自 2013 年起增长疲软，年销量最高为 3600 万台每年。前瞻产业研究院数据显示，截至 2018 年国内电动两轮车保有量达 2.9 亿量，市场饱和度较高。2019 年新国标《电动自行车规范》实施，对电动自行车参数要求、资质认证、工厂考察等方面进一步规范，加速行业替换需求和品牌集中度提升。结合各省市颁布的超标车过渡期情况，截至期限主要为 2021-2023 年，我们认为届时行业需求有望快速增长至 4000-5000 万台水平。

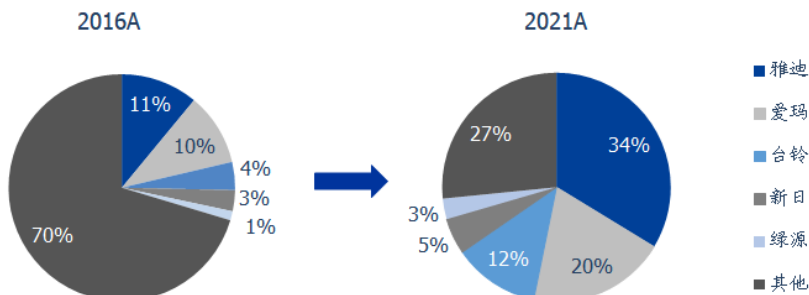
图表 22：国内电动两轮车市场发展成熟，市场饱和度较高（万辆；%）



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

新国标加速行业格局优化，两轮车高端化空间显著，渠道&品牌为行业竞争要素。此前电动两轮车制造门槛较低，行业集中度低。新国标对电动两轮车的参数要求、资质认证、工厂考察等方面严格规范，而龙头企业在研发生产、品控资质方面优势更强，我们认为新国标实施后加速行业出清。据艾瑞咨询，2021 年行业 CR5 由 2016 年的 30% 提升至 73%。参考空调行业格局优化后，市场高端化趋势加速&龙头盈利能力提升，我们认为电动两轮车行业高端化空间显著。行业壁垒来看，考虑到电动两轮车使用频次高&单价过千元，产品体验属性强，同时产品维修多在线下经销，我们认为渠道为两轮车行业竞争要素。复盘各品牌渠道数量与份额变化，我们认为渠道扩张有效提升品牌份额，同时品牌宣传反哺竞争优势（雅迪 2016-2021 年渠道快速扩张，份额随之快速提升）。

图表 23：2016-2021 年国内电动两轮车竞争格局（%）



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

九号两轮车聚焦中高端&主打智能化，差异化定位快速打开两轮车市场。九号公司于 2019 年底跨界入局电动两轮车领域，并发布电动两轮车 C 系列、B 系列和电踏车 E 系列。2021 年，公司又推出电动两轮车 A 系列、全新 C 系列，以及电踏车 N 系列，同时渠道布局快速拓展，截至 2021 年/22H1 九号两轮车国内线下门店数量达 1700/2400 家，

预计渠道仍将快速扩张。公司电动两轮车以智能化为核心，定位中高端，创造性打造了“无需钥匙，靠近就解锁”的 RideyGo! 系统、全新电驱系统 MoleDrive，以及打通功能&服务可持续 OTA 升级优化的九号云电系统等。

图表 24：九号电动两轮车产品一览



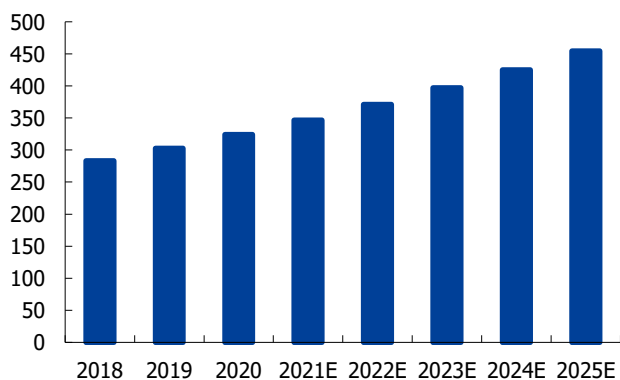
资料来源：公司官网，京东，国盛证券研究所

静态测算下，九号两轮车销量仍有数倍空间。九号两轮车业务快速增长，2021 年其电动两轮车销量 42 万台，销额 12 亿元，同比增长近 2 倍。我们认为行业高端化为确定性趋势，且九号产品&品牌优势较强，空间广阔。销量口径测算 2021 年九号两轮车市占仅 1.02%，假设未来电动两轮车销量稳定至 4500 万台/年，高端两轮车占比 15%，九号占比高端市场份额 30%，对应约 200 万台销量/年，较九号 21 年销量水平仍有数倍空间。

3.2.3 服务机器人 - 割草机：海外需求偏刚性，智能化产品有望放量

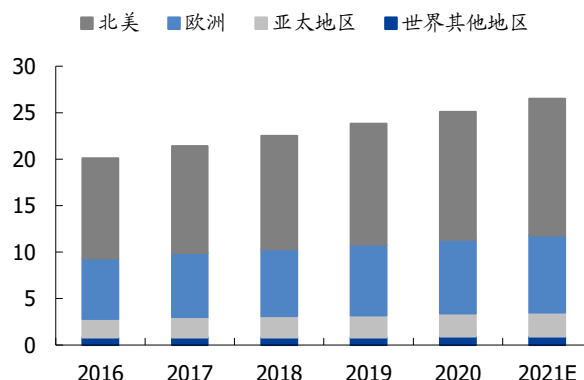
全球园林电动工具市场稳增，欧美为主要销售市场。根据 Global Market Insights 数据，2020 年全球园林电动工具市场规模为 324 亿美元，预计 2025 年整体规模超 450 亿美元，未来 5 年 CAGR 达 7%，市场空间广阔。从销售区域来看，欧美为主要销售市场，2020 年北美/欧洲园林电动工具规模分别为 138/79 亿美元，二者合计占比 86%。

图表 25：全球园林电动工具市场维持稳步增长（亿美元）



资料来源：Global Market Insights、中商产业研究院，国盛证券研究所

图表 26：北美和欧洲为园林电动工具主要销售区域（十亿美元）



资料来源：泉峰控股招股说明书、弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

海外园林工具需求偏刚性，行业集中度较高。欧美国家经济发达，居民拥有私人庭院的比例较高，且极为重视对庭院的养护，根据 2018 年的一项全美民意调研显示，77% 的美国家庭进行庭院活动，根据 Statista 数据，2.27 亿美国人拥有庭院园林设备，占总人

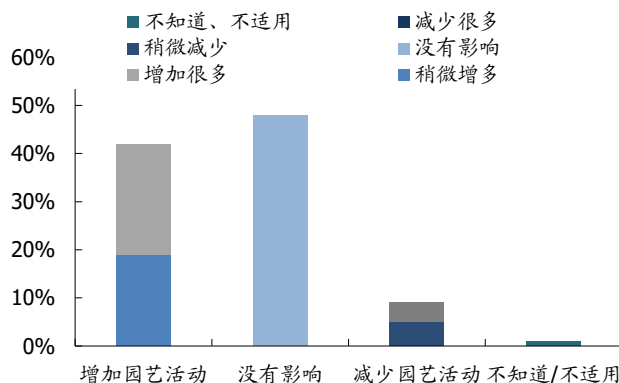
口的 68%，居民人均单位草坪支出达 171 美元，同增 8.4%。另一方面，疫情催化带来居家时间延长，居民进行草坪维护等园艺工作的意愿增强，根据 National Gardening Association 的调研，42% 的园艺爱好者在疫情期间增加了园艺工作时间。竞争格局来看，由于园林工具功能属性较强，行业呈现较高集中度。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球电动 OPE 供应商 CR5 达 63%，行业保持较高集中度。其中，TTI 龙头优势明显，2020 年市占率达 20.4%，保持领先地位。

图表 27: 2007-2020 年美国人均单位草坪年支出较高 (美元)



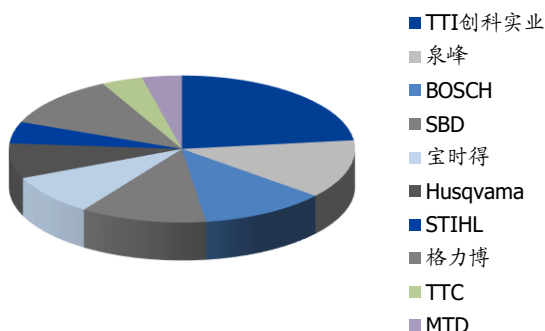
资料来源: 华经产业研究院、Statista, 国盛证券研究所

图表 28: 42% 的园艺爱好者在疫情期间增加了园艺工作时间 (%)



资料来源: National Gardening Association, 国盛证券研究所

图表 29: 全球园林电动工具竞争格局 (%)



资料来源: 泉峰控股招股说明书、弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 30: 九号公司割草机器人 Segway Navimow 一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

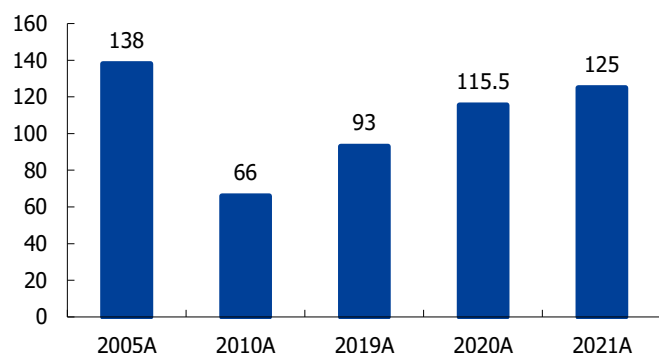
公司通过产品智能化, 差异化切入割草机市场。公司于 2021 年 9 月正式发布 Segway 割草机器人 (Navimow), 产品依然主打智能化标签: 1) 采用独创的 EFLS 融合定位系统, 提升机器人的精准定位和安全避障水平; 2) 机器人无需人工埋线, 可通过手机 APP 远程遥控规划最优工作路径, 工作效率更高; 3) 采用了带有转速闭环控制的轮毂电机, 转速控制更精准&工作时更静音。据公司半年报, Segway 割草机器人首批产品已于 22Q2 开始在欧洲销售, 目前渠道和终端客户反馈良好。

3.2.2 其他产品 - 全地形车: 高端产品&小众人群, 公司份额有望提升

全地形车客单价高&适用场景有限, 需求相对小众。全地形车主要用于越野、运动休闲等场景, 是特种车辆, 客单价高 (我们测算 2021 年全地形车出口均价 2000 美元以上), 北美和欧洲为主要消费市场。据智研咨询数据, 2021 年, 欧美市场占据全球市场份额的 89%, 其中北美 73%, 欧洲 16%。据春风动力年报, 2021 年全球全地形车销量达 125 万辆, 同比增长 8.23%。国内全地形车仍处发展初期, 规模较小, 产量以出口为主。据中国汽车工业协会产销数据显示, 2021 年, 中国全地形车出口 44.53 万辆, 同增 64.99%,

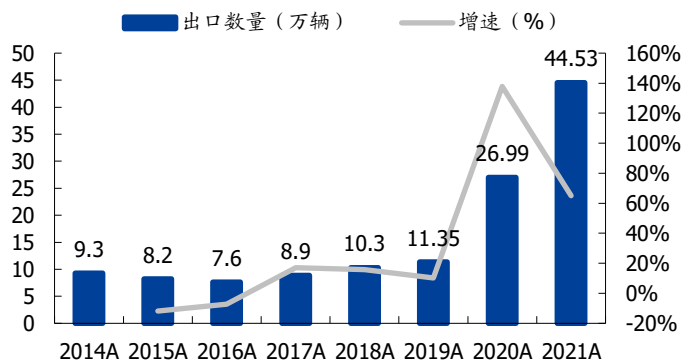
出口额 8.98 亿美元，对应单台出口均价 2000 美元以上。

图表 31: 2005-2021 年全球全地形车销量 (万辆)



资料来源: 春风动力年报, 国盛证券研究所

图表 32: 2014-2021 年中国全地形车出口数量及增长情况 (万辆; %)



资料来源: 中国汽车工业协会, 春风动力年报, 国盛证券研究所

行业集中度高, 公司首创混动产品, 差异化入局。全球主要全地形车品牌商包括 Polaris 北极星, Honda, BRP, Kawasaki, Yamaha Motor 等, CR3 为 63%, 其中北极星为行业龙头, 在北美地区的市场份额稳居第一。公司创新性推出的全球首款混合动力全地形车系, 配备强大的智能控制系统, 包括无感上电、驾乘设定、危险监测、数据掌控等功能, 差异化入局切入市场。2019 年末, 九号公司旗下 Segway 品牌共发布三条混动全地形车产品线, ATV-Snarler、UTV-Fugleman、SSV-Villain, 覆盖户外使用全场景。2021 年, 公司的全地形车正式投入市场, 实现销量 2 万台 (我们测算市占率为 1.6%), 销额 5.6 亿元。我们认为公司凭借智能化这一标签, 有望在全地形车市场占据一定份额。

图表 33: 公司全地形车一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

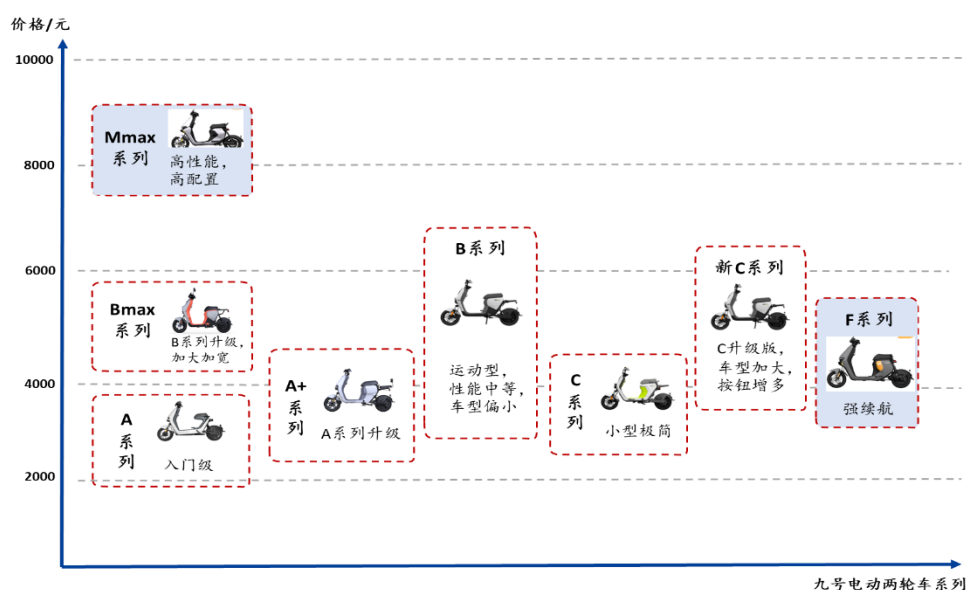
4. 亮点三：产品结构优化 + 规模效应放量，下半年盈利能力有望改善

公司 22Q2 盈利能力同比持平，期待 H2 盈利能力改善。公司 22Q2 毛利率为 26.7%，同比、环比+0.4pct/+4.7pct；净利率 7.5%，同比、环比基本持平/+5.5pcts。展望 22H2，我们认为公司盈利能力有望改善，主要系公司盈利能力更强的产品收入占比提升带动产品结构优化，同时新业务有望实现规模效应降低成本端费用。

公司产品结构优化来源于两方面：

- 1) 小米收入占比下降，盈利能力更强的自有品牌业务收入占比提升。公司半年报显示，受国内疫情管控叠加海外俄乌战争+欧美通胀影响，小米渠道终端销售短期承压，进而影响公司代工收入。22H1 公司实现小米代工收入 7.32 亿元（yoy - 59.2%），预计 H2 小米渠道收入将延续下滑趋势。自主品牌端来看，一方面海外共享滑板车 ODM 上半年实现 30%以上增长，我们判断全年景气有望维持；另一方面，公司新兴业务电动两轮车新品迭出，同时割草机于今年 Q2 在欧洲地区开始销售，有望贡献收入增量。综合来看，小米渠道收入下滑，但自主品牌增长趋势向好，占比结构变化带动公司盈利能力提升。
- 2) 自主品牌来看，电动两轮车高端系列、割草机和全地形车高客单价产品占比增加。
电动两轮车：22H1 公司电动两轮车业务收入 9.3 亿元（yoy +81%），销量 30.7 万台，对应均价 3029 元。公司近期发布远行者 F 系列（3000-6000 元）、机械师 MMAX 系列（7000-9000 元）高端新品，同时门店数量预计仍扩张，我们判断高端两轮车产品实现销售后有望优化公司两轮车业务盈利能力。
割草机&全地形车：报表端看，公司服务机器人和其他产品类毛利率高于公司整体盈利能力，2021 年机器人、其他类产品毛利率为 36.2%/26.0%，同期公司综合毛利率为 23.2%。割草机为公司 22Q2 推出的室外机器人产品，已在欧洲开始销售；全地形车为小众特种车辆，客单价高（22H1 测算出货均价约 4.33 万元/台），以上产品实现销售有望结构性提升公司盈利水平。

图表 34：公司电动两轮车一览，新推出的 Mmax 和 F 系列均为更高端新品，预计销售后优结构性化盈利能力



资料来源：公司官网，天猫，京东，国盛证券研究所（蓝色底色为近期新品）

规模效应主要体现在公司电动两轮车和全地形车业务。公司电动两轮车和全地形车均为新兴业务,目前仍在起量阶段。截至 22H1,两轮车、全地形车业务销额同增 81%/172%。若两轮车业务下半年延续上半年高增趋势,公司电动两轮车销量有望冲击百万台。我们认为,随着产品销量增长,产线、开模等固定成本有望降低,同时零部件、组装等成本有望在规模效应下实现进一步摊薄,带动公司成本端改善。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测：

收入端：根据前文所述，我们预计 2021~2023 年公司营业收入分别为 114.1/152.0/195.2 亿元，同增 24.8%/33.2%/28.4%，具体而言：

1) 电动平衡车&电动滑板车：

- ✓ 电动平衡车不具备路权，适用场景相对有限，我们判断该业务增长平稳，预计 2022-24 年收入保持在 10 亿元左右，增长平稳；
- ✓ 电动滑板车代步的功能属性较电动平衡车相对更强，海外共享滑板车空间广阔，但小米渠道今年受国内疫情管控+海外俄乌冲突叠加欧美高通胀影响，代工收入有所下滑。综合来看，海外共享滑板车 ODM 和自主渠道零售预计仍保持增长，小米渠道 2022 年短期下滑，2023-2024 年恢复增长，预计电动滑板车 2022-2024 年收入 59.5/74.5/84.9 亿元，同增 12%/25%/14%。

2) 电动两轮车&电踏车：

两轮车行业在新国标出台后竞争格局优化，行业迎来高端化趋势。公司在产品端聚焦高端&主打智能化，差异化定位后快速打开两轮车市场空间。目前公司积极布局两轮车新品，同时线下门店加速扩张（2021 年底线下门店数为 1700 家，22H1 增加至 2400 家）&线下开店天花板仍高（年报显示，截至 2021 年末，雅迪销售点数量超过 2.8 万个），我们判断公司两轮车业务有望维持 CAGR3 为 40%以上增长，预计 2022-2024 年该业务收入为 24.0/36.0/54.0 亿元。

3) 机器人业务：

公司积极推进室内服务机器人和室外割草机器人布局，目前 Segway 割草机器人已于 22Q2 在欧洲开始销售，终端反馈良好。我们判断公司将持续围绕核心技术拓品，未来有望针对不同细分场景推出更多自动化、智能化产品。考虑到 2022 年同期基数较小（2021 年机器人收入仅 2129 万元），同时今年 Q2 起售价较高的割草机初步放量，我们预计 2022-2024 年公司机器人业务实现 1.1/2.4/4.0 亿元，CAGR3 维持 50%以上。

4) 其他产品：

包括全地形车、卡丁车、儿童自行车产品等。今年售价加高的全地形车预计进一步放量，带动该业务增长。预计公司将围绕其核心技术进行持续拓品，我们判断其他产品类在 2022-2024 年维持 CAGR3 近 45%左右的增长，对应收入规模为 20.1/29.1/42.2 亿元。

图表 35: 九号公司营收预测 (百万元; %)

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入合计	6,002.74	9,146.05	11,413.49	15,203.82	19,515.26
yoy	30.9%	52.4%	24.79%	33.21%	28.36%
电动平衡车 & 电动滑板车系列	5,262.31	6,405.47	6,895.48	8,451.62	9,485.03
yoy	24.5%	21.7%	7.65%	22.57%	12.23%
其中: 电动平衡车	1,004.03	1,091.94	950.00	1,000.00	1,000.00
yoy	0.9%	8.8%	-13.00%	5.26%	0.00%
其中: 电动滑板车	4,258.28	5,313.53	5,945.48	7,451.62	8,485.03
yoy	31.8%	24.8%	12%	25%	14%
电动摩托车 & 电动自行车系列	432.06	1,334.35	2,401.83	3,602.75	5,404.12
yoy	17535%	208.84%	80%	50%	50%
机器人	7.75	21.29	108.00	237.60	403.92
yoy	-46.83%	174.74%	407%	120%	70%
其他产品	300.62	1,384.95	2,008.18	2,911.86	4,222.19
yoy	-15.35%	360.70%	45%	45%	45%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利端:

毛利率水平上, 考虑到 1) 产品结构有望优化; 2) 新业务有望实现规模效应。我们判断预计 2022~2024 年公司毛利率分别为 25.53%/25.16%/25.19%。

图表 36: 公司期间费率预测 (%)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费率 (%)	7.5%	6.5%	7.2%	6.6%	6.5%
管理费率 (%)	8.0%	5.7%	5.9%	5.6%	5.5%
研发费率 (%)	7.7%	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率水平上, 1) 销售费率: 公司两轮车的国内线下渠道仍处扩张期, 叠加多项新品推广预计费用投入较高, 预计 2022-2024 年公司销售费率为 7.2%/6.6%/6.5%。2) 管理费: 短期股权支付费用增加期间费用, 但我们认为随着公司管理效益的提升未来公司的管理费有望下降, 预计 2022-2024 年公司管理费率为 5.9%/5.6%/5.5%。3) 研发费率: 公司重视研发投入, 预计研发费率保持在 5.5%以上, 仍为较高水平。

综上所述, 我们预计公司 2022~2024 年净利润为 6.88/9.73/12.73 亿元, 同增 67.5%/41.4%/30.8%。

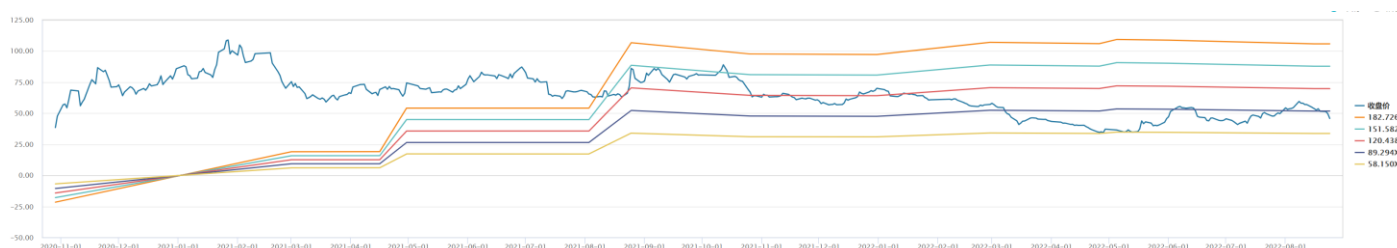
5.2 投资建议

相对估值: 根据九号公司 PE-band, 公司自上市以来业务持续拓展, PE 水平始终保持在较高水平, 横向维度看, 公司作为智能短交通领域龙头享有一定龙头溢价。

从渠道结构来看，我们选取同样以外销为主，且科技属性较强的石头科技为可比公司。从业务结构来看，我们选取聚焦高端两轮车的小牛电动、电动园林工具品牌商泉峰控股、全地形车公司春风动力等公司作为可比公司。

投资建议：我们认为公司为全球智能短交通龙头，围绕核心移动能力、识别避障和在线数据等能力持续进行业务扩张，成长空间广阔。随着公司规模效应逐步兑现，我们预计公司盈利能力亦能迎来提升，预计公司 2022~2024 年归母净利润为 6.88/9.73/12.73 亿元（同增 67.5%/41.4%/30.8%）。综合来看，我们认为公司以核心技术为基，持续拓新打开成长空间。我们判断其 2022 年合理市值为 413 亿元，对应 PE 60 倍左右。首次覆盖，予以“增持”评级。

图表 37：九号公司 PE/PB Band（截至 2022 年 8 月 24 日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 38：可比公司 Wind 一致预期 PE 估值（截至 2022 年 8 月 24 日）

公司名称	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
石头科技	50.44	38.73	17.28	13.66	10.95
小牛电动	81.12	34.69	13.52	7.25	4.99
泉峰控股		24.63	12.84	10.14	7.72
春风动力		63.09	35.14	25.70	19.27
行业平均	65.78	40.29	19.70	14.19	10.73

资料来源：Wind，国盛证券研究所

风险提示

宏观消费环境疲软。公司是全球智能短交通龙头，若所处优质赛道高景气度回落，或影响公司终端业务扩张速度。

推新不及预期。公司围绕核心技术进行业务拓展，目前新品包括两轮车、全地形车、割草机等，若后续推新不及预期，或影响公司影响营收和业绩水平。

行业竞争格局恶化。若行业格局恶化致公司份额减少，或影响公司利润水平。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com